

## 資金調達のための法的ツールと規制法・促進法

著者	有吉 尚哉
著者（英）	Ariyoshi Naoya
雑誌名	武蔵野法学
号	12
ページ	432-422
発行年	2020-03-31
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1419/00001238/">http://id.nii.ac.jp/1419/00001238/</a>

## 「第一部：金融スキームの新動向とIT化」

# 資金調達のための法的ツールと規制法・促進法

有 吉 尚 哉

## 一 はじめに

企業による資金調達においては、その目的や手段に応じて、多様な法的ツールが利用されている。図表1は、特に区分けをすることなく、資金調達に用いられることのある主な法的ツールを列記したものである。

図表1 資金調達のための主な法的ツール

- ・ 株式
- ・ 新株予約権
- ・ 社債
- ・ ローン
- ・ 匿名組合出資
- ・ 約束手形
- ・ 指名債権（売掛債権など）
- ・ 信託受益権
- ・ 電子記録債権
- ・ 電子マネー
- ・ トークン（暗号資産）
- .....

この中には、株式や社債のように証券を発行して<sup>1</sup>資金調達をするもの、ローン（借入れ）や匿名組合出資のように契約によって資金調達をするもの、

1 但し、会社法上、株券や社債券を不発行とすることも認められており（会社法214条、676条6号参照）、また、後述するとおり、株式や社債については振替制度を利用することも可能となっていることから（社債、株式等の振替に関する法律（以下「社債等振替法」という）第7章、第4章）、近時は、実務上、券面として株券や社債券が発行されることは限定的である。

あるいは自ら保有している約束手形、売掛債権などの資産を売却することによって資金調達するものなど、資金調達のための法的ツールといっても多様な形態で用いられるものが含まれている。

株式の発行、社債の発行、あるいは金融機関からの借入れといったような伝統的な資金調達手段もあれば、少し一般的ではないものとしてファンド形態の出資を受けることによって資金を調達する<sup>2</sup>といった手法も存在する。このようなツールによる資金調達の中には、デット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスといった性質が異なる資金調達に分けることもできる。さらに、資金調達者と資金提供者との間で権利関係を創出することによって資金を調達するのではなく、保有する債権を売却することによる資金調達方法もあり、そのような手法の中には企業が保有している約束手形を割引くことによって資金調達するといった伝統的な方法だけでなく、手形の形をとっていないにしても、保有している売掛債権であるとか、その他換金可能性のある債権を売却することによって資金調達する取引も存在する。資産の流動化ないし証券化と呼ばれる手法として債権譲渡を活用する取引は、このような資金調達の一場面である。

## 二 電子的な資金調達ツール

このような法的ツールの中には、電子的な記録によって権利を表章するものがある。まず、株式や社債については、以前は株券、あるいは社債券といった形で紙による証券が権利を表章するものとして発行されていたが、現在では上場会社の株式については株券が発行されることはなく、社債等振替法に基づく振替制度により、電子的な口座管理によって株主が権利を保有することが表示される状況にある。社債についても同様であり、実務上、社債券が全く発行されていないというわけではないが、基本的には、社債等振替法に基づく振替社債として電子的な手段で口座管理がなされているか、振替制度を利用しないとしても社債券を発行しない扱いとされている状況にある。

---

2 法形式で言うと、典型的には、商法上の匿名組合になる。

また、電子記録を発生・譲渡の要件とする電子記録債権の制度を定める電子記録債権法が制定されている。従来の約束手形を代替する手段として利用されるなど、電子的な形で債権を発生させ、譲渡することができる制度により、債権を活用した資金調達の可能性が広がられている。

さらに性質の異なるものとして、いわゆる電子マネーというものがある。電子マネーを資金調達という枠組みで論じることがは必ずしも一般的ではないかもしれないが、あらかじめ電子マネーの発行者が資金を受け取り、電子マネーを発行することは、あとで物品の購入やサービスの対価として利用できる権利を付与することによる資金調達の一種と評価することもできよう。

電子マネーともまた性質の異なるものとして、近時、仮想通貨あるいは暗号資産<sup>3</sup>と呼ばれている電子的な資産が取引に用いられるようになってきている。一般に暗号資産の中で最も広く認知されているものはビットコイン (Bitcoin) ではないかと思われ、その他、リップル (Ripple)、イーサ (Ether) など著名なものがあるが、それだけに留まらず、多様な暗号資産が存在する。また、暗号資産の取引にも多様な取引があり、新しく暗号資産 (トークンと呼ばれることが多い) を作り出してそれを発行することによって資金を調達するといった取引も登場しており、暗号資産を資金調達の場面で活用するという動きも徐々に広がっている。

このように資金調達の場面で使われる法的ツールには多様なものがあるが、近年の特徴の一つとして、電子的な処理を前提とする法的ツールが利用される場面が増えてきているということがいえる。前述の株券あるいは社債の電子化は既に10年以上前に実施されたものであるが、電子記録債権、電子マネー、さらには暗号資産 (トークン) など、性質や使われる場面が異な

3 従来は仮想通貨という用語が使われることが多く、法令上も資金決済に関する法律 (以下「資金決済法」という) において「仮想通貨」という概念が定められていたが、情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律 (以下「資金決済法等改正法」という) に基づく改正により、「仮想通貨」の用語は「暗号資産」に変更されている。本稿においては、以下、仮想通貨ではなく暗号資産の用語を使うが、必ずしも資金決済法上の「暗号資産」の要件を満たすものだけを意味するのではなく、ブロックチェーン技術を用いて管理され、インターネット上で不特定多数の者の間で物品やサービスの対価として利用され得るデジタル資産を意味するものとして「暗号資産」の用語を使う。

るものの、いずれも電子的な処理を用いて資金調達、金融取引がなされるという点で共通するツールが徐々に増えてきている。

### 三 資金調達ツールと法制度

#### 1 総論

これらのツールの中には、法制度が制定されることにより創設されたものもある。株式あるいは社債の振替制度は、社債等振替法という法制度に基づいて規律が定められており、法律があることではじめて振替制度が成り立っているということになる。また、電子記録債権についても、電子記録債権法があることで電子記録債権というものが成立するものであり、この法律がなければ、任意に債権の情報を記録したからといって民法の例外として記録に従って債権を取り扱うことができるようにはならない。

一方で、法律によって制度が創設されるということではなくて、明確な法令の裏付けがないまま事実上利用が広まっていったというような資金調達ツールも存在する。そのようなツールの中には、実務上、広く利用されているものの、私法的な規律を定める根拠法が存在しない中で、ややもすると法的な取扱いが不明確になっている部分があり、法的に不安定さが残っているものも存在する。もっとも、そのような状況であっても、それなりの規模で利用されており、実務的に深刻な混乱を生じさせることなく利用されている資金調達ツールも存在する。

また、一般に資金調達のための法的ツールに関する法制度という観点からは、根拠法と並んで規制法についても考えなければならない。資金調達ツールを用いた取引については、金融商品取引法を中心とする規制法によって、利用者保護ないし投資者保護の観点や、公正な市場を確保するという観点から規制がなされている。このような規制法は、対象になる資金調達ツールが何かということによって、適用関係が異なっている。すなわち、資金調達ツールの法的属性ごとに適用される規制法が金融商品取引法であったり、資金決済法であったりと異なってくるだけでなく、同じ規制法が適用されるとして

も、どのような規制が適用されるか、規制の内容・軽重は、そのツール毎に違っている。さらに、規制法の分野は、市場の状況や新規の取引の出現などの実務動向に応じて、特に法令改正が頻繁になされている分野でもある。

## 2 私法上の規律

図表2は、一般的な指名債権と電子的な処理を前提とする資金調達ツールのうち負債の性質を有する振替社債、電子記録債権、電子マネー、トークンについて、発生および譲渡の私法上の効果に適用される法律関係を整理したものである。

図表2 発生・譲渡の要件

		発生	譲渡
指名債権		合意	合意 ○対抗要件 債務者への通知・債務者の承諾(民法467条) 債権譲渡登記(動産債権譲渡特例法4条1項)
振替社債		発行決議(会社法676条) 割当て(会社法678条)	振替(社債等振替法73条)
電子記録債権		発生記録(電子記録債権法15条)	譲渡記録(電子記録債権法17条)
電子マネー		法律上の根拠なし	法律上の根拠なし
トークン	暗号資産	法律上の根拠なし	法律上の根拠なし
	電子記録移転権利	法律上の根拠なし	法律上の根拠なし

※ 電子マネーや電子記録移転権利は指名債権と評価される可能性もあり得る

まず、通常の指名債権については、基本的に根拠法は民法ということになり、典型的には合意(契約)によって発生し、合意によって譲渡することができる<sup>4</sup>。また、指名債権については、譲渡がなされた場面で第三者にその効力を主張できるようにするためには、対抗要件を具備することが求められる。この対抗要件制度については、確定日付ある証書による債務者に対する通知または債務者による承諾を要件とする民法467条2項の定めのほか、動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律に基づく債権譲

4 民法上、不法行為による損害賠償債権(民法709条)など合意以外の事由によって発生する債権や、消費貸借などの要物契約において目的物の引渡しが契約の効力要件となる場合など合意に別の要件が加わって初めて発生する債権も存在する。

渡登記制度が設けられている。

電子的な処理を前提とする資金調達ツールのうち、1つ目として振替社債については、社債である以上、その発生は基本的に会社法の規律によることになる。すなわち、社債については、会社法の定めに従って、会社が発行決議を行い（会社法 676 条）、当初に社債権者になる者に対する割当てを行う手続（会社法 678 条）をすることで権利が発生することになる。そして、その発生した権利を、振替制度上、口座管理機関の振替口座簿に記録することにより、振替社債として取り扱われる。いったん、振替口座簿に記録された振替社債については、社債等振替法に基づき、電子的な記録によって、振替口座簿上の記録を変動させることで、譲渡の処理を行うことになる（社債等振替法 73 条）。振替社債については、このように、発生に関しては会社法、譲渡に関しては社債等振替法に規律が定められており、譲渡については電子的な振替手続によって処理がなされることになる。

次に、電子記録債権は、電子記録債権法に基づき電子的な記録をすることによって発生や譲渡の効力が生じることが定められている（電子記録債権法 15 条・17 条）。

一方で、電子マネーや暗号資産（トークン）については、現在の日本の法制度の中で発生や譲渡に関する規律は定められていない。理論的にはこれらの資金調達ツールに対して民法の指名債権に関する規律が適用される可能性もあり得ると思われるが、特に暗号資産については、私法上どのように取り扱われるか明確ではない状況にある。

### 3 規制法の適用

次いで規制の適用関係について概観する。図表 3 は、指名債権、振替社債、電子記録債権、電子マネー、トークンに関して、開示規制、仲介者に対する販売勧誘規制、発行者に対する販売勧誘規制を整理したものである。

図表3 規制の適用関係

	金融商品取引法に 基づく開示規制	仲介者に対する 販売勧誘規制	発行者に対する販売勧誘規制
指名債権	適用なし	適用なし ○貸付け、貸付けの媒介 は貸金業に該当	適用なし
振替社債	<b>適用あり</b>	<b>第一種金融商品取引業</b>	適用なし
電子記録債権	特定電子記録債権 <sup>(※1)</sup> のみ適用	特定電子記録債権 <sup>(※1)</sup> については第一種金融商 品取引業 ○電子記録債権の記録は 電子債権記録業に該当	適用なし
電子マネー	適用なし	適用なし	<b>前払式支払手段の発行 or 資金移動業</b>
トークン	暗号資産	適用なし	<b>暗号資産交換業</b>
	電子記録移転権 利	<b>適用あり<sup>(※2)</sup></b>	<b>第一種金融商品取引業 第二種金融商品取引業<sup>(※2)</sup></b>

※1 本稿の執筆時点では特定電子記録債権に指定されているものはない

※2 情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律による改正後の内容による

まず、一般の指名債権については、基本的には、開示規制や業者が取り扱うときの業規制が適用されるということはない<sup>5</sup>。

一方で、社債については、典型的に広く多数の者による投資対象になるものとして発行されることがあることから、発行者に対して開示規制が適用されるほか、社債の販売を仲介する業者については金融商品取引法に基づく業規制が適用されることになっている。同様に電子記録債権も使い方によっては広く投資家に発行して資金調達に利用することもあり得るため、金融商品取引法の枠組みの中では、一定の要件を満たすものを政令で指定することにより、開示規制や業規制の対象にすることができるようになっている。もっとも、本稿の執筆時点では、実務上の利用状況を踏まえて、金融商品取引法の規制の対象として具体的に指定されている電子記録債権は存在しない。

また、電子マネーについては、開示規制や流通させる場面での業規制は存在しない。もっとも、電子マネーの発行者に対しては、資金決済法に基づく

5 なお、例えば、金銭の貸付けや金銭の貸借の媒介を業として行うことは貸金業の規制の対象となる（貸金業法2条1項）など、指名債権を発生させる行為が一定の業規制の対象となる場合もある。



規制が適用される。この点、電子マネーの性質により、前払式支払手段の発行者としての規制（資金決済法第2章）が適用される場合と、資金移動業者としての規制（資金決済法第3章）が適用される場合があり得るが、いずれの場合も発行された電子マネーが使用されないうちに発行者が倒産してしまうことにより、発行した電子マネーを受け取っている者の利益が害されることにならないよう、その保護を図るための資産保全の仕組みなどが主な規制内容となっている。

トークンについては投資性があるものとそうでないものに分かれて規制が定められている。投資性のあるトークンについては、電子記録移転権利（金融商品取引法2条3項）という新しい概念が、2019年5月31日に成立した資金決済法等改正法に基づく金融商品取引法の改正によって定められることになった。この改正により、投資性のあるトークンに対する金融商品取引法に基づく開示規制と業規制が整備されることになった。一方でビットコインなどのように投資性がない暗号資産に対しては、金融商品取引法に基づく開示規制は適用されない。もっとも、このような暗号資産の販売を取り扱う業者は暗号資産交換業を行う者として、資金決済法に基づく登録を受けた上で、同法の規制に従って業務を行うことが必要となる。暗号資産に該当するトークンについては、取引の仲介者だけでなく、その発行者が販売を行うことも暗号資産交換業の規制の対象となる。

#### 4 若干の考察

以上のとおり、ごく概括的に資金調達の法的ツールに対する法律・規制の適用関係の整理を試みた。このように整理をしてみると、法的ツールごとに縦割りの根拠法・規制法が制定されており、横串を通してみると必ずしも私法的な規律や規制の平仄がとられているわけではないことが見て取れる。

## (1) 私法上の規律について

私法上の規律について少し考察をしてみると、どの法的ツールを用いて資金調達を行った場合であっても、特段の問題が生じることなく、資金調達者が資金を調達し、所定の期間が経過した後に資金提供者に対して所定のリターンとともに調達していた資金の返済がなされるということになれば、法制度がどのようになっているかは当事者の利害関係にあまり影響しないと考えられる。しかしながら、当事者間で債権の成立や帰属に関して紛争が生じた場面では、債権の発生・譲渡について、どのような要件によりどのような効果が生じるのかという点が法令上、明確になっていないことによって、様々な混乱を引き起こす可能性がある。債権の成否や帰属に関して当事者の見解が分かれているような場合のほか、実際には存在していない債権が存在しているかのように見せかけて取引が行われた場合や二重譲渡が行われた場合など債権に関して当事者による不公正な取引が行われた場合、外部から権利を変動させる不正な操作がなされた場合、あるいは関係者について法的倒産手続が開始した場合などにおいて、どの当事者が正当な権利者となり、それぞれの当事者に関してどのような権利関係が認められることになるのかといったようなことが、法令によって定まっていないと不明確になるということである。

それでは、そのような法制度が設けられておらず法的な効力が不明確であるツールが実務上、使い物にならないかという点、必ずしもそのようなことにはならない。前述のとおり、例えば暗号資産のうちビットコインなどについては、私法上の取扱いが明確ではないが、今日の日本においても相当の量の取引がなされている<sup>6</sup>。このような状況の背景には、ブロックチェーン技術によって暗号資産の「所有者」が管理されることにより、事実上、二重譲渡や不正アクセスなどの問題が起きにくく、技術的に「所有者」による排他的な支配可能性が高いということがいえるとともに、資金決済法に基づく暗号

6 Bitcoin 日本語情報サイト (<https://jpbitcoin.com/>) によると 2019 年 9 月におけるビットコインの日本の月間取引高は 8,284.37 億円とされている。

資産交換業者に対する規制が備わっていることにより、利用者保護が図られていることも指摘できよう。ビットコインなどの暗号資産については、顧客の暗号資産の管理を行っていた取引所が倒産した事例や、保有・管理していた暗号資産の不正流出が生じた事例などが起きており、報道でも取り上げられているが、そのような事例が起きた後も取引が継続している状況にある。このように、私法上の取扱いが不明確であるということが、必ずしも法的ツールとしての有用性を否定するものではないということができよう。

なお、仮に日本法上、私法上の効力が明確にされていたとしても、クロスボーダーの取引において日本法、あるいはそれと同様の規律が適用されるかどうかは、別途、国際私法の論点となることにも留意が必要となる。電子的な処理を前提とする法的ツールは、技術的にはクロスボーダーの取引と親和性が高い場合も多いと思われるが、取引の国際化という観点からは、法制度が日本（だけ）で備わっているということが必ずしも有効ではない場合もあるということになる。

## (2) 規制の適用について

次に、法的ツールに対する規制の適用について若干の考察を行う。

図表3で整理をしたとおり、法的ツールによって、金融商品取引法に基づく開示規制や、各規制法に基づく業者に対する規制が適用される場合がある。具体的には、金融商品取引法上の「有価証券」（金融商品取引法2条1項・2項）に該当する法的ツールに対しては、同法に基づく情報開示規制および業規制が適用されるということになる。典型的に投資性があり、規制の対象とする必要性が高いような証券・権利が「有価証券」として限定的に列挙されているのである。資金を調達しようとする者が発行することによって資金調達に利用される、そういった法的ツールには、金融商品取引法上の「有価証券」として取り扱われるものも少なくない。この点、前述の電子記録移転権利については、従来から「有価証券」に位置づけられるものではあったもの

の、法改正により従来よりも重い規制が適用される枠組みの中に組み込まれることになった。

また、法的ツールの中には取引を仲介する業者だけではなくて、発行者にも業規制が適用されるものもある。そのような場合には、許認可・登録を受けることが必要となるなど資金調達ツールの発行者に重い規制負担が生じることとなり、事実上、資金調達の用途にそのツールを利用することが困難となってしまう。取引実務の進展により、法的ツールの使われ方が変容する中で、必ずしも規制と実態とが整合しているとは言い難い場面も現れている。

### (3) おわりに

ここまで資金調達に用いられる法的ツールに関する私法上の規律や規制の適用関係を鳥瞰してきた。規制を適用するからといって必ずしも使い勝手が悪くなるというものではなく、利用者保護が図られることによって利用可能性が高まる面もあり、また私法上の規律が明確に定められていなければ全く使えないというわけでもない。技術の進展などにより新たな法的ツールが登場する場合には、実態と法制度の両面を含めて、利用者保護を確保しつつも、資金調達の円滑化が図られる制度設計や実務運用が求められているといえよう。

以 上